

**Tilburg University**

## **Business performance management en de financiering van de onderneming**

Grazell, J.

*Published in:*  
Business Performance Management

*Publication date:*  
2008

[Link to publication in Tilburg University Research Portal](#)

*Citation for published version (APA):*  
Grazell, J. (2008). Business performance management en de financiering van de onderneming. In T. Wentink (Ed.), *Business Performance Management: Sturen op Prestatie en Resultaat* (pp. 127-151). Uitgeverij Boom.

### **General rights**

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal

### **Take down policy**

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

## **7. Business Performance Management en de financiering van de onderneming**

verschenen in: *Wentink, T.(red.), Business performance management: sturen op prestatie en resultaat*, Boom, 2008, hoofdstuk 7, p. 127 - 151.

*Drs Jos Grazell*

**De productie van ondernemingen wordt verondersteld bepaalde uitkomsten op te leveren en van de leiding van dergelijke ondernemingen wordt verwacht dat ze daar vorm en inhoud aan kunnen en willen geven. Aldus in kort bestek waar ‘business performance management’ over gaat. Behalve dat ‘business performance management’ wordt gerelateerd aan vermogensallocatie en kapitaalvorming zal ook de relatie tussen kapitaal en leidinggevende arbeid en tussen leidinggevende arbeid en uitvoerende arbeid aan bod komen.**

### **7.1 Maximalisatie aandeelhouderswaarde**

In een decentraal geordende markteconomie waar de factor aandelenkapitaal de ultieme zeggenschap in vennootschappelijke bedrijven heeft dient de productie van goederen en diensten maximaal bij te dragen aan de marktwaarde van het eigen vermogen (dit staat bekend als: “shareholder value maximization”). Aan de andere direct betrokkenen (de “stakeholders”: leveranciers, werknemers, kredietverleners en klanten) worden marktconforme prijzen uitbetaald, dit zijn de leveranciers van productiefactoren in de meest ruime zin van het woord, respectievelijk worden marktconforme goederen en diensten afgeleverd, dan betreft het de afnemers. Aandeelhouderwaarde, marktconforme (input)prijzen en interestvoeten en marktconforme goederen en diensten zijn dus de belangrijkste uitkomsten van het productieproces van ondernemingen. Meer specifiek gezegd: Aandeelhouderwaarde maximalisatie, onder de randvoorwaarde van: marktconforme (input)prijzen, interestvoeten en marktconforme goederen en diensten. Een kapitalistisch economisch stelsel dus.

Van doorslaggevend succes bij het zoeken naar waarde creatie is het ondernemen van strategische investeringsbeslissingen. De analyses die gemaakt worden om na te gaan of investeringen inderdaad naar verwachting bijdragen aan de totstandkoming van marktwaarde

worden in het vak financieel management<sup>1</sup> gegroepeerd onder de investeringsbeslissing. Investeringsen gaan gepaard met grote risico's. Hoe de rendementen en de risico's die worden gevormd door deze projecten kunnen worden beheerst en gedistribueerd over alle participanten binnen de onderneming is onderwerp van onderzoek in het onderdeel risicomanagement<sup>2</sup>. De verdeling van het vermogen, dat benodigd is om te investeren, in een eigen en een vreemd vermogen deel valt ook te kwalificeren als een vorm van risicoverdeling. Het vermogen opdelen in een eigen en een vreemd vermogen component, maar ook in intern en extern vermogen of in onderhands en publiek beschikbaar vermogen en binnen die structuur zoeken naar optimale verhoudingen wordt binnen het vak financieel management aangeduid als de financieringsbeslissing.

Bij naamloze vennootschappen met een beursnotering is vaak sprake van een aanzienlijke scheiding van leiding en eigendom. Dit kan bij het streven naar 'business performance management' tot ernstige spanningen leiden tussen het management, dat als agent optreedt namens de principalen, de aandeelhouders. Dit spanningsveld wordt in de wetenschappelijke financieringsliteratuur ook wel het principaal-agent probleem genoemd<sup>3</sup>. Om management en aandeelhouders op één lijn te krijgen bij het nastreven van doelen is het beloningsbeleid voor management en aandeelhouders van groot belang. Het bestuderen van de juiste 'incentive' structuren bij het belonen van beide partijen, die er toe kunnen bijdragen dat het agency probleem tussen hen wordt verminderd of zelfs opgelost, wordt bestudeerd bij de analyse van de dividend-, beloning- en toezichtbeslissing.

Samenvattend maken de volgende onderdelen een bestanddeel uit van het vakgebied financieel management<sup>4</sup>:

- Investeringsbeslissing
- Risicomanagement
- Financieringsbeslissing
- Dividend-, beloning- en toezichtbeslissing.

Naast deze beslissingen worden door het management van ondernemingen exploitatiebeslissingen getroffen. Het gaat hier om inkoop-, productie- en verkoopbeslissingen. Dit type beslissingen wordt traditioneel in het vakgebied accounting bestudeerd en komen in dit artikel verder niet aan bod.

De korte schets van de indeling van het vakgebied financieel management en de relatie van al deze onderdelen met het onderwerp 'business performance management' zal in de volgende paragraaf verder worden uitgewerkt.

## **7.2 Financiering en business performance management?**

### ***7.2.1 Business performance management en financiering.***

Business performance management betekent volgens de gangbare literatuur dat bij elke beslissing aandeelhouderwaarde maximalisatie wordt nagestreefd, onder de randvoorwaarde van het uitbetalen van marktconforme (input)prijzen en het leveren van marktconforme goederen en diensten. Het criterium voor het nemen van financiële beslissingen is één dimensionaal. Allocatie van schaars kapitaal over alternatieve aanwendingsmogelijkheden vindt plaats onder één enkel leidend beginsel.

Het maximaliseren van aandeelhouderwaarde betekent concreet dat gekeken wordt naar de gediscoteerde vrije kasstromen van de onderneming. Deze vrije kasstromen worden gediscoteerd tegen een kostenvoet van het vermogen waarin een risicopremie zit verwerkt die betrekking heeft op de risicograad van het te ondernemen project. In deze berekening wordt de afweging tussen de voordelen van een activiteit (de vrije kasstromen) en de nadelen (de risicograad) ervan simultaan gemaakt. De gediscoteerde vrije kasstromen leveren de rentabiliteitswaarde van de onderneming op. Na aftrek van de marktwaarde van het vreemd vermogen van deze grootheid wordt de marktwaarde van het eigen vermogen vastgesteld. Om nu vast te stellen of echt sprake is van marktwaardecreatie dient de marktwaarde van het eigen vermogen te worden uitgedrukt in de boekwaarde van het eigen vermogen. Dit kengetal wordt de 'market-to-book' ratio genoemd en staat ook bekend als Tobin's  $Q^5$ . Indien de 'market-to-book' ratio groter is dan één kan worden gesproken van marktwaardecreatie. Dit is al het geval in de planfase van te ondernemen investeringsprojecten. De belangrijkste prestatiemaatstaf die bij 'business performance management' dient te worden gehanteerd is deze 'market-to-book' ratio. Alle eerder genoemde beslissingen dienen te worden getoetst aan dit ene criterium.

Een complicatie die zich hierbij voordoet is dat deze maatstaf prima bruikbaar is op het niveau van de onderneming als geheel maar dat het toerekenen van deze maatstaf naar divisies en werkmaatschappijen lastig is omdat de marktwaarde component dan moet worden gesplitst naar de diverse onderdelen van het bedrijf. Een nogal subjectieve, controversiële taak. Dit vraagstuk biedt ruimte om op decentraal niveau in de onderneming een heel scala van andere prestatie indicatoren te ontwikkelen waarvan overigens niet duidelijk is hoe ze individueel en in combinatie met elkaar uitwerken op de marktwaarde ontwikkeling van het bedrijf. Een scala van prestatie indicatoren valt bijvoorbeeld aan te treffen in de bekende balanced scorecard, waarbij in dit overzicht naast het financiële perspectief ook een

klantperspectief, een intern proces perspectief en een leer- en innovatieperspectief valt te onderkennen en alle indicatoren dus naar deze perspectieven zijn gegroepeerd. Dit ruime aanbod van prestatie maatstaven (multi criteria) biedt gelegenheid voor de diverse spelers in de organisatie, management en/of uitvoerend personeel, om een eigen agenda na te streven die ten koste gaat van de aandeelhouders. Het betreft hier het eerder aangehaald agency probleem. Hallerbach en Spronk (2002) spreken over een ‘multiple actor – multiple criteria problem’. Daarnaast zetten zij uiteen dat bij maximalisatie van aandeelhouderwaarde het correct communiceren van al het relevante nieuws met betrekking tot verwachte cash flows en risico’s naar de financiële markten toe een noodzakelijke voorwaarde is. Het ontsluiten (‘disclosure’) van deze informatie voor de financiële markten kan echter met diverse problemen gepaard gaan. Zo is voor het correct inschatten van verwachte cash flows en risico’s inzicht in de beslissingen van anderen, binnen en buiten de organisatie, van belang (‘gaming effects’). Daarnaast doen zich incomplete informatie problemen voor omdat geen goed inzicht bestaat in kansverdelingen en toevalsprocessen en zijn financiële markten mogelijk inefficiënt omdat de waarde van ondernemingsbeslissingen niet altijd in relevante prijssignalen worden gereflecteerd. Al deze zaken noodzaken volgens Hallerbach en Spronk (2002) ertoe het idee van een enkele doelstelling van aandeelhouderwaarde maximalisatie te laten vallen en bij de financiële planning te gaan werken met meerdere criteria tegelijk en deze expliciet te modelleren met een verzameling wiskundige optimalisatietechnieken die bekend staan onder de naam ‘multi-criteria decision analysis’ (MCDA)<sup>6</sup>. De auteurs schetsen een MCDA-framework voor het oplossen van financiële beslissingsproblemen met behulp van multi dimensionale risico profielen waarin achtereenvolgens de evolutie van externe omgevingsfactoren wordt opgenomen, de eigen flexibiliteit bij beslissingen met betrekking tot het dragen van risico worden geïncorporeerd en waarin de flexibiliteit van andere partijen in de modelvorming wordt betrokken<sup>7</sup>.

### *Investeringsvraagstukken*

Bij de investeringsbeslissing wordt doorgaans een onderscheid gemaakt in investeren in autonome groei en investeren door groei via overnames. Een belangrijke strategische beslissing is in welke verhouding deze verschillende typen investeringen worden ondernomen door het bedrijf.

Zoals eerder gesteld dienen door managers investeringen te worden getoetst aan de hand van de bijdrage aan de marktwaarde van het eigen vermogen. Managers kunnen echter hun eigen agenda op dit terrein doorvoeren door een bepaald soort gedrag te vertonen. Er wordt

bijvoorbeeld teveel geïnvesteerd. Een zogenaamd 'overinvestment' probleem doet zich voor. Er worden bijvoorbeeld grote bedragen geïnvesteerd in fusies en overnames die later waardevernietigend blijken te zijn, terwijl dit op voorhand al duidelijk kon zijn. Managers proberen hun bedrijf tot een imperium om te bouwen om meer activa en personeel te controleren ten einde een hogere beloning te kunnen incasseren. Of er wordt te weinig geïnvesteerd doordat veelbelovende nieuwe producten die uit het onderzoek- en ontwikkelingsproces voortkomen niet verder worden ontwikkeld en productie rijp worden gemaakt. Een zogenaamd 'underinvestment' probleem. Er worden nu grote bedragen gederfd doordat marktwaarde creatie wordt misgelopen. Managers minimaliseren hun investeringsinspanning in het eigen bedrijf en vertonen risicomijdend gedrag om tijd vrij te maken om netwerken te onderhouden buiten de onderneming via bijvoorbeeld het vervullen van commissariaten. Het 'overinvestment' en 'underinvestment' probleem zijn voorbeelden van de ernstige agency problemen die zich kunnen voordoen tussen managers en aandeelhouders.

#### *Financieringsvraagstukken*

In de financieringssfeer stelt zich het volgende agency probleem. Er bestaat informatie asymmetrie tussen het management van een onderneming en de financiers ervan. Dit geldt vooral met betrekking tot de relatie tussen het management en de eigen vermogenverschaffers van beursgenoteerde, openbaar gefinancierde bedrijven. Het management is bij uitstek geplaatst om de gediscanteerde verwachte vrije kasstromen, de rentabiliteitswaarde van de onderneming dus, als beste te bepalen. Daardoor kan het voorkomen dat de aandelen van het bedrijf op de beurs tijdelijk worden overgewaardeerd respectievelijk ondergewaardeerd omdat de aandeelhouders verkeerde inschattingen maken ten aanzien van kasstroom perspectieven en risicograden. Het bestuur van de onderneming kan dit als best geplaatste vaststellen en daar gebruik van maken. Bij overwaardering kan een aandelenemissie worden geplaatst die nieuwe aandelen te koop aanbiedt tegen een te hoge emissieprijs. Dit leidt tot overkapitalisatie van het bedrijf. Er wordt immers geld aangetrokken zonder dat er een specifieke bestemming voor bestaat. Dit kan worden vermeden door het aangetrokken vermogen te gebruiken om leningen vervroegd af te lossen. Bij onderwaardering kan het bedrijf eigen aandelen inkopen tegen een te lage inkoopprijs. Het benodigde geld voor deze transactie kan desnoods worden geleend. Daardoor wordt het gevaar van onderkapitalisatie geneutraliseerd. Door dergelijke handelwijzen kunnen bedrijven tegen niet marktconforme voorwaarden extra middelen naar zich toehalen die het in de toekomst makkelijker kunnen worden aangewend om hogere vaste

salarissen, bonussen, aandelen of optieregelingen aan het management toe te kennen die tot verwatering van het aandelenkapitaal zullen leiden. Ook dit betreft een ernstig agency probleem tussen managers en aandeelhouders in de financieringssfeer.

Tussen managers als vertegenwoordigers van de aandeelhouders en de vreemd vermogensverschaffers van de onderneming speelt een ander agency probleem, namelijk dat van risicoverschuiving. Door veel vreemd vermogen aan te trekken kan het management in de verleiding komen om voor investeringsprojecten te kiezen met scheve risicoverdelingen. Een project met een kleine kans op een zeer succesvolle uitkomst leidt dan tot een enorm rendement voor de aandeelhouders terwijl een grote kans op een niet-succesvolle uitkomst vooral wordt gedragen door de vreemd vermogensverschaffers in de vorm van een faillissement. Een project met een dergelijke risicoverdeling kan onder een dergelijke financieringsstructuur dus interessant zijn om te accepteren. Dit probleem kan worden beheerst door de uitgifte van converteerbare obligaties en/of obligaties met warrants in plaats van de uitgifte van gewone schuld<sup>8</sup>.

Het financieren met vreemd vermogen kan overigens ook worden gebruikt om een agency probleem te bestrijden. Indien ondernemingen zich in een situatie bevinden waarin wordt beschikt over positieve 'free cash flows' zorgt vreemd vermogen financiering juist voor het tegengaan van verspilling van deze liquide middelen door het management ('free cash flow hypothese')<sup>9</sup>. Veel vreemd vermogen zorgt voor disciplineren van het management en is een teken van kracht als ondernemingen in staat zijn zulke financieringsstructuren te realiseren. Het is een positief signaal naar de financiële markt toe.

Veel van de genoemde agency problemen doen zich voor bij beursgenoteerde, openbaar gefinancierd bedrijven (zogenaamde 'publicly held firms'). De afstand tussen de financiers en de leiding van ondernemingen is te groot. Een mogelijkheid is om ondernemingen van de beurs te halen en als onderhands gefinancierd bedrijf (zogenaamde 'privately held firms') verder te laten gaan. De afstand tussen financiers en management is dan een stuk kleiner waardoor beter toezicht kan worden uitgeoefend.

Private equity investeerders halen vaak bedrijven van de beurs, een 'change of control' dus, en herfinancieren ze dan door meer vreemd vermogen aan te trekken. Deze verandering van eigendomsverhoudingen en financieringsstructuur wordt gemotiveerd met als argument dat de disciplineren van betreffende bedrijven wordt versterkt.

### *Dividendvraagstukken*

Het alomtvattende doel van aandeelhouderwaarde creatie betekent overigens niet dat aandeelhouders hun beloning alleen in de vorm van koerswinst wensen te ontvangen. Een andere beloningcomponent voor aandeelhouders bestaat uit het ontvangen van cash dividend. In welke combinatie de onderneming cash dividend respectievelijk koerswinst moet toekennen aan de aandeelhouders wordt bestudeerd in de dividendbeslissing. In een perfecte vermogensmarkt leert de financieringstheorie dat het er niet toe doet welke combinatie van cash dividend of koerswinst wordt gekozen. Met één of meer marktimperfecties die van kracht zijn in de praktijk, zoals transactiekosten en agency kosten, kan de beslissing anders uitpakken. De ‘free cash flow’ hypothese stelt bijvoorbeeld dat managers de neiging hebben om de overvloedige liquide middelen te verspillen en dat het dan beter is deze middelen uit te betalen aan de aandeelhouders die bij nieuwe investeringsprojecten altijd weer vers vermogen aan de onderneming beschikbaar kunnen stellen als het opportuun is, namelijk indien er een gereede kans is op waarde creatie.

### *Beloningsvraagstukken*

Ook in de beloningssfeer doen zich dus spanningen voor tussen management en aandeelhouders. Een vergoedingspakket voor managers bestaat doorgaans uit financiële en niet-financiële componenten. Het financiële deel bestaat uit een vast salaris plus een bonus plus mogelijk een optieregeling en/of een aandelenpakket plus secundaire arbeidsvoorwaarden zoals een pensioenregeling. Het niet-financiële deel bestaat uit inkomen in natura. De leden van de Raad van Bestuur onderhandelen met de ‘remuneration’ commissie van de Raad van Commissarissen over de omvang en samenstelling van dit pakket. Naleving van de gemaakte afspraken wordt verondersteld. Indien managers een groter dan afgesproken deel van hun beloning in natura aan zichzelf doen toekomen (‘self serving behavior’) wordt in de agency literatuur gesproken over ‘consumption on the job’ of over ‘perquisites’. Een ander belangrijk fenomeen dat zich in de financiële beloningssfeer voordoet is het toekennen van opties aan het management. Na introductie van dit instrument werd in eerste instantie gedacht dat dit het panacee was voor het oplossen van het agency probleem tussen managers en aandeelhouders. Managers in het bezit van optiepakketten hebben nu belang bij het bevorderen van marktwaarde van de aandeelhouders werd gedacht omdat ze daar nu via hun optiepakket onmiddellijk van meeprofiten. Na invoering van dit beloningsinstrument werden na verloop van tijd ook de keerzijden van dit middel duidelijk. Groepen managers in



het bedrijfsleven hebben dit instrument aangewend om bij een opgaande beursontwikkeling en/of een aantrekkende fusie- en overnamemarkt de aanzienlijk in waarde gestegen call opties uit te oefenen om de daarmee goedkoop gekochte aandelen van de eigen onderneming onmiddellijk door te verkopen tegen aanzienlijk hogere koersen waardoor de manager in kwestie snel de status van vermogende particulier wist te bereiken en daarmee volledig onafhankelijk kwam te staan ten opzichte van de onderneming die men diende. Het ontbreken van een plafond in de beloning met opties blijkt bij forse koersstijgingen zoals die zich voordoen bij fusie- en overnametransacties een averechts en pervers effect te kunnen hebben op het gedrag van de bestuurder. De bestuurder krijgt er direct financieel belang bij de onderneming in een fusie- en overnametransactie te betrekken. Het moedigt 'hit and run' gedrag aan. Of ondernemingen en andere betrokkenen hiermee gediend zijn is de vraag. Naast het toekennen van opties aan managers is het ook mogelijk de beloning rechtstreeks te doen toekomen in de vorm van het beschikbaar stellen van een aandelenpakket. Van deze beloningsvorm werd een vergelijkbaar effect verwacht als van het toekennen van opties. Aandeelhouders en managers hebben ook nu dezelfde belangen en dus zullen managers het doel van de aandeelhouders willen natreven. Maar ook nu kunnen ongewenste effecten optreden. Nu de aandeelhouderstructuur bestaat uit twee soorten aandeelhouders, namelijk insiders en outsiders, kan er tussen deze twee groepen een belangentegenstelling ontstaan. Hiervoor werd al beschreven welke gelegenheden zich voor managers kunnen voordoen indien het aandeel op de beurs tijdelijk is over- of ondergewaardeerd. Handel in de eigen aandelen door insiders betekent eigenlijk dat beter geïnformeerde aandeelhouders transacties aangaan met minder geïnformeerde aandeelhouders. Ook dit zet voor managers de poorten open om op korte termijn de positie van vermogende particulier te bereiken. De onderneming fungeert via boven beschreven mechanismen als springplank of anders gezegd als financiële hefboom ('leverage') voor het management om van leidinggevende arbeid de begeerde status van kapitalist te bereiken.

### *Samenvatting*

Samenvattend kan worden gesteld dat het agency probleem tussen managers en aandeelhouders bestaat uit de volgende onderdelen:

- 'Overinvestment' probleem
- 'Underinvestment' probleem
- Over- of onderkapitalisatie probleem bij de financiering

- Risicoverschuiving probleem
- ‘Consumption-on-the-job’ probleem en ‘excessive remuneration’ probleem (‘self serving behavior’)

Deze punten werden door Jensen en Meckling (1976) destijds in hun artikel samengevat in de term: ‘residual loss’.

Aandeelhouders zullen pogingen ondernemen om dit ‘residual loss’, namelijk de gederfde marktwaardestijging, te vermijden door toezichtmechanismen in te stellen (‘corporate governance’). Deze gaan gepaard met het maken van ‘monitoring costs’. Van de zijde van het management worden verantwoordingsinspanningen gevraagd die leiden tot ‘bonding costs’. De suggestie in het artikel van Jensen en Meckling (1976) is dat de combinatie van ‘residual loss’, ‘monitoring costs’ en ‘bonding costs’ zal worden geoptimaliseerd.

Zij introduceren in hun artikel ook het beeld van de onderneming als ‘nexus of contract’. Het management zit als een spin centraal in het web van contracten dat de onderneming sluit met de overige participanten (‘stakeholders’). Het management zit ingeklemd tussen enerzijds de financiers, de factor arbeid, de grondstoffenleveranciers en anderzijds de afnemers van goederen en diensten.

### ***7.2.2 Business performance management en de productiefactor arbeid***

Naast de financieringsrelatie wordt ook de arbeidsrelatie kort belicht. De relatie tussen management en overige werknemers wordt vormgegeven door de organisatiestructuur die wordt ontworpen door het management. De verticale arbeidsdeling die meestal in die structuur valt waar te nemen leidt tot het onderscheid uitvoerende arbeid versus coördinerende, besturende arbeid. Primaire, directe arbeidsprocessen worden aangestuurd door indirecte, leidinggevende activiteiten van managementzijde. Deze werkgelegenheidsrelatie tussen leidinggevend en uitvoerend personeel kan, net zoals bij de financieringsrelatie, worden gezien in termen van een principaal-agent verhouding. De leiding ziet als principaal toe op de primaire arbeidsprocessen die door de agenten, de werknemers, op correcte wijze dienen te worden uitgevoerd. Ook hier stelt zich het vraagstuk van de juiste ‘incentive’ structuur om tot optimale arbeidsinzet te komen. Het inrichten van werkprocessen is voor het management bij uitstek een middel om het arbeidsproces volledig te beheersen. Een belangrijk aspect is hoeveel ruimte wordt geboden op de werkvloer om het werk naar eigen inzicht te verrichten. Hoeveel autonomie wordt het uitvoerend personeel gegund, hoeveel vakmanschap wordt toegelaten. Uit onderzoek naar industriële arbeidsverhoudingen<sup>10</sup>

valt op te maken dat met de invoering van nieuwe management praktijken, als 'just-in-time' management (JIT) en 'total quality control' management (TQC), in feite werkpraktijken worden toegepast die in het verleden werden aangeduid met termen als Taylorism en Fordism. Arbeidstaken worden in een ver doorgedreven vorm opgesplitst en gestandaardiseerd en de uitkomsten van die activiteiten worden gemeten met allerlei prestatie maatstaven ('business performance management') waarmee permanent wordt geprobeerd de kwaliteit van de werkzaamheden onder controle te houden. Een dergelijke organisatie wijze zorgt voor schrale primaire productieprocessen ('lean production') waarin het uitvoerend personeel iedere vorm van vakmanschap wordt ontnomen ('de-skilling')<sup>11</sup>. Er wordt in dit verband wel gesproken over primaire arbeidsprocessen die lijden aan een vorm van anorexia. Op andere plaatsen binnen de organisatie is dan weer eerder sprake van een vorm van obesitas. Stafpersoneel ontwikkelt en voert nieuwe management praktijken als 'business process reengineering' (BPR), 'total quality management' (TQM), 'just-in-time' management (JIT) en andere vormen van 'organisation development' (OD) in en is in de weer met een virtuele werkelijkheid waarin de prestatie indicatoren plaats maken voor de realiteit van de werkvloer. Taalspelen<sup>12</sup> in de vorm van de managementmodes domineren de agenda van de dag<sup>13</sup>. Een hele bedrijfstak van adviseurs, coaches en managementgoeroes is ontstaan die populaire managementboekjes en seminars en workshops afzetten op deze markt voor zakelijke dienstverlening<sup>14</sup>. Zij spelen driftig in op de behoeftes van managers aan voortdurende verandering. 'Verandermanagement' geeft voortdurend impulsen aan het bestaansrecht van het management en zij leven in een perfecte symbiose met hun toeleveranciers, de consultant en de coach. Vormen van value-for-money auditing worden ingezet om de prestatie indicatoren te checken of wel wordt voldaan aan de drie E's, namelijk 'economy', 'efficiency' en 'effectivity'<sup>15</sup>. Het opbouwen van een grote staf met lagen ondergeschikte, midden kader managers door het topmanagement van een onderneming valt, naast eerder aangehaalde voorbeelden, te rangschikken onder het fenomeen 'consumption-on-the-job'. Evenals het gebruik maken van extern aan te trekken diensten van consultants en personal coaches. Een hofhouding van professionele dienstverleners, in loondienst of als declarerende zzp-er<sup>16</sup>, draagt bij aan de ideologische onderbouwing van de status quo van het top management in het bedrijf, legitimeert de bestaande werk- en beloningspraktijken en parasiteert<sup>17</sup> via een dergelijke handelwijze, evenals het topmanagement zelf, op de primaire arbeidsprocessen. Het gaat hier om een ernstig agency probleem. Uit recent arbeidsmarkt onderzoek<sup>18</sup> kon worden vastgesteld dat het aantal management lagen is gereduceerd maar dat het gebruik van consultants en coaches exponentieel is gestegen. Er is dus sprake van een zekere

‘outsourcing’ op dit terrein. Iets dat zich ook voordoet bij de primaire processen. Het past allemaal in een trend van voortgaande flexibilisering van de arbeidsmarkt. Naast de werknemer met een vast dienstverband wordt de zelfstandige zonder personeel ingezet om interim activiteiten te verrichten.

### ***7.2.2 Business performance management, financiering en arbeid***

Terugkerend bij het ‘nexus of contract’ begrip van Jensen en Meckling (1976) en ons concentrerend op het feit dat het management zowel met een financieringsrelatie als met een arbeidsrelatie te maken heeft, valt het, na het voorafgaande, op dat bij het verstrijken van de tijd in beide relaties het zwaartepunt van de macht steeds sterker komt te liggen bij het management. Een goede verklaring voor deze evolutie in de tijd moet nog steeds gevonden worden. Vaak wordt globalisering aangevoerd als verklaring maar de vraag is of dit een afdoende verklaring is. Veranderende schaarste verhoudingen in het voordeel van het management is een andere.

Beide relaties die het management onderhoudt met deze ‘stake- c.q. shareholders’ kunnen in termen van een principaal-agent relatie worden begrepen, zoals eerder gesteld, waarbij het management in het ene geval een agenten rol speelt (ten opzichte van de aandeelhouders) en in het andere geval een rol van principaal (ten opzichte van de werknemers) vervult. Als spil in dit netwerk weet het topmanagement de toezichtrelatie ten opzichte van de werknemers steeds meer om te buigen in een toe-eigeningsrelatie en de verantwoordingsrelatie ten opzichte van de aandeelhouders in een verwaterde relatie. Het uitoefenen van verworven optierechten door het management gaat gepaard met verwatering van het aandelenkapitaal van de bestaande aandeelhouders. Verwatering is ook een vorm van toe-eigening.

De financieringsrelatie en de arbeidsrelatie tegen elkaar afzettend zit het management eigenlijk comfortabel op het scharnierpunt van de wip en kan de arena het best overzien waarin wordt gestreden om de verdeling van de toegevoegde waarde van het bedrijf<sup>19</sup>. Deze strategische positie is bij uitstek geschikt om het eigen inkomen te maximaliseren en een vermogen op te bouwen, in plaats van de marktwaarde van de aandeelhouders te maximaliseren. Er vindt dus feitelijk geen aandeelhouderwaarde maximalisatie plaats, onder de randvoorwaarde van marktconforme (input)prijzen en marktconforme goederen en diensten zoals de officiële kapitalistische leer luidt. Maar er vindt maximalisatie van inkomen en vermogen van het topmanagement plaats, onder de randvoorwaarde van marktconforme beloningen voor arbeid en kapitaal (voor zover beide niet behorend tot het topmanagement) en marktconforme goederen en diensten voor de klanten. Daarbij wordt door het

topmanagement intensief gebruik gemaakt van de wereldwijde globalisering die arbitrageprocessen op arbeid-, kapitaal- en goederenmarkten en tussen overheidsregimes mogelijk maakt. Het huidige functionerende economisch regime valt, alles overziende, zowel te typeren als een vorm van ‘managerialism’, als een vorm van superkapitalisme<sup>20</sup>.

‘Managerial capitalism’ is een economisch stelsel waarin dat gedeelte van het leidinggevende personeel dat weet door te dringen tot de ‘board rooms’ van beursgenoteerde ondernemingen deze institutie weet te benutten als lanceerplatform tot ultieme rijkdom<sup>21</sup>. ‘Managerial labour’ die zichzelf transformeert tot kapitalist via de hefboom van een beloningsstelsel dat dit mogelijk maakt. Is een beloningsstelsel dat niveaus van beloningen voor managers aan de top van organisaties mogelijk maakt die tot aanzienlijke vermogensvorming in privé situaties van deze managers leidt nu een uitkomst van toenemende machtsvorming of van toenemende schaarste op de arbeidsmarkt van topmanagers?

Deze door het topmanagement, door macht of schaarste, afgedwongen situatie waarbij verschillende ‘incentive’ structuren bestaan voor management, personeel en vermogensverschaffers heeft niet alleen consequenties voor de verdeling van de toegevoegde waarde van de onderneming maar ook voor de vorming ervan. De vraag is hoe de factor kapitaal en arbeid hiermee in de toekomst zullen omgaan.

### **7.3 Welke ontwikkelingen zijn binnen financiering gaande die van belang zijn voor business performance management?**

De geleidelijke evolutie van de maatschappij, en meer specifiek van het bedrijfsleven daarin, van een gematigd kapitalistisch georiënteerd stelsel naar een stelsel van ‘managerial supercapitalism’ zal tegenkrachten gaan opwerpen zo kan worden verwacht. Deze tegenkrachten manifesteren zich al in de vorm van activisme van de zijde van de aandeelhouders en van de zijde van de werknemers.

Beide partijen zullen wellicht een andere strategie voeren. Williamson (2002) attendeert op de institutionele kant van het economisch proces en op het belang van de totstandkoming van contracten tussen partijen die deelnemen aan dat proces. Hij onderscheidt daarbij een tweetal mechanismen, namelijk het ‘public ordering’ mechanisme en het ‘private ordering’ mechanisme. Bij ‘public ordering’ mechanismen gaat het om de spelregels in de maatschappij die via het politieke proces worden vastgelegd in wet- en regelgeving. In het politieke proces gaat het om een complexe ruil tussen individuen waarbij personen trachten private belangen collectief veilig te stellen, iets dat langs de weg van markttransacties niet kan worden gerealiseerd. Bij ‘private ordering’ mechanismen gaat het om het afsluiten van contracten die

transacties op de markt mogelijk maken. Hier kunnen weer twee zaken worden onderscheiden. Van ‘front-end incentive alignment’ wordt gesproken als van tevoren wordt nagedacht over de optimale ‘incentive’ structuur die moet worden aangebracht in arbeidscontracten of financiële contracten. Bij ‘back-end implementation’ gaat het om de correcte naleving van de afgesloten contracten.

Activisme van de zijde van de werknemers zal zich dus manifesteren in fellere onderhandelingen tussen vakbonden en werkgevers om betere voorwaarden te bedingen bij het afsluiten van collectieve arbeidsovereenkomsten (‘private ordering’ mechanisme) of in meer lobby activiteiten van vakbonden bij politieke partijen om wet- en regelgeving aangepast te krijgen via politieke processen (‘public ordering’ mechanisme). Denk bijvoorbeeld aan de Wet op de Ondernemingsraden. Het mechanisme dat het meest zal bijdragen aan de realisatie van de eigen doelstellingen zal het zwaarst worden ingezet. Van de kant van de werknemers valt te verwachten dat eerder aan het ‘public ordering’ mechanisme wordt gedacht als in te zetten instrument.

Activisme van de zijde van de financiers valt eerder in de hoek van ‘private ordering’ mechanismen te verwachten. De opkomst van private equity investeerders en hedgefondsen is een belangrijk signaal van toenemend aandeelhouderactivisme. Daarnaast is er echter de opkomst van de corporate governance codes in vele landen een opvallend fenomeen plus de voortdurende aandring om elementen vanuit die codes weer op te nemen in het vennootschapsrecht. Dit is een demonstratie van het functioneren van een ‘public ordering’ mechanisme.

### ***7.3.1 Private equity investeerders en hedgefondsen.***

Private equity is een verzamelnaam voor investeerders die risicodragend vermogen ter beschikking stellen aan niet-beursgenoteerde vennootschappen.

Private equity wordt gebruikt voor<sup>22</sup>:

- de financiering van de groei van een niet-beursgenoteerde onderneming;
- verzelfstandiging van een bedrijf door het zittende management (management buy out, MBO);
- voortzetting van het bedrijf met nieuwe managers (management buy in, MBI);
- verzelfstandiging van een bedrijfsonderdeel (divisionele buy out)

- het van de beurs halen van een bedrijf (public-to-private);
- overbruggingsfinanciering, herstructurering (turnaround);
- het financieren van een startende onderneming (venture capital voor start up's).

De private equity investeerder verwerft door het beschikbaar stellen van een financiering een aandelenbelang in de onderneming. Dit kunnen gewone of preferente aandelen zijn. Ook kan in aanvulling op het aandelenbelang vreemd vermogen worden beschikbaar gesteld in de vorm van hoogrentende leningen die achtergesteld kunnen zijn. Vooral dit aspect is vaak door de media onder de aandacht gebracht. De onderneming waarin wordt geparticipeerd door de private equity investeerder ziet de solvabiliteit sterk veranderen in de richting van veel vreemd vermogen en minder eigen vermogen. Dit wordt door de publieke opinie als negatief geduid want de onderneming zou onder een zware schuldenlast bezwijken. De wetenschap oordeelt echter positief over een dergelijke maatregel<sup>23</sup>. Ook private equity investeerders motiveren deze handelwijze door te stellen dat van een dergelijke financieringsstructuur een sterk disciplinerende werking uitgaat. Positieve vrije kasstromen kunnen nu niet meer worden verspild maar dienen via het verplichtende vreemd vermogen mechanisme van aflossing en rentebetaling te worden terugbetaald aan de financiers van de onderneming. Via de financiële hefboom wordt het topmanagement gedisciplineerd maar daarmee uiteindelijk natuurlijk het hele bedrijf onder druk gezet om beter te presteren. Een oplossing van een agency probleem komt in zicht.

Hedgefondsen vormen een bijzondere categorie van beleggingsfondsen<sup>24</sup>. Institutionele beleggers of vermogende particulieren brengen vermogen samen in zo'n fonds. Hedgefondsen zijn bijzondere beleggingsfondsen die vaak gebruik maken van de financiële hefboomwerking, bijvoorbeeld door te beleggen met geleend geld. Op deze manier kunnen beleggingstrategieën worden ontwikkeld. Een voorbeeld van een dergelijke strategie is een 'event driven' strategie. Deze strategie anticipeert op koersveranderingen van aandelen en/of obligaties als gevolg van speciale gebeurtenissen zoals aanstaande fusies, overnames, afstotingen, reorganisaties, liquidaties of faillissementen. In het geval van een te verwachten overname neemt men bijvoorbeeld een long positie in het over te nemen bedrijf en een short positie in het overnemende bedrijf<sup>25</sup>. Na de officiële aankondiging van de overname ziet men vaak op de aandelenbeurs een koersstijging bij het doelwit en een koersdaling bij de bidder. Zo kan een hedgefonds van een dergelijke gebeurtenis profiteren. Doordat hedgefondsen speculeren op een herstructurering van een bedrijf wordt het betreffende bedrijf daadwerkelijk onder druk gezet om deze herstructurering uit te voeren. Daarmee wordt de efficiency druk op

bedrijven opgevoerd en gaat een sanerende werking uit op de eerder geschetste agency problemen tussen managers en aandeelhouders. In de recente geschiedenis hebben Stork en ABN AMRO hiermee te maken gehad. Hedgefondsen kunnen echter vele andere beleggingsstrategieën voeren dan hier is beschreven<sup>26</sup>.

### **7.3.2 Corporate governance codes.**

Als gevolg van de verschuiving van de machtsbalans binnen ondernemingen in de richting van het topmanagement is politieke druk op overheden uitgeoefend door vertegenwoordigers van werknemers en financiers om de regulering rond het vennootschapsrecht aan te passen. Binnen dat kader valt de opkomst van corporate governance codes te verklaren<sup>27</sup>. De partij die wordt aangevallen in dergelijke discussies, in dit geval de werkgevers respectievelijk het bedrijfsleven, komt meestal met het voorstel om bepaalde zaken op te lossen, niet door wettelijk in te grijpen, maar met een vorm van zelf regulering. Dit kan dan gebeuren door het opstellen van gedragscodes die niet juridisch afdwingbaar zijn maar waar wel een bepaalde mate van morele druk van uitgaat. Aldus probeert men van werkgeverszijde de schade te beperken in termen van het verliezen van macht. Bij de corporate governance codes wordt vaak het ‘comply or explain’ principe gehanteerd. Er kan worden afgeweken van de gedragsregels uit de code mits het gemotiveerd wordt uitgelegd in bijvoorbeeld het jaarverslag.

In corporate governance codes worden vaak de volgende zaken opgenomen<sup>28</sup>.

Regels met betrekking tot de:

- naleving en de afdwingbaarheid van de code;
- raad van bestuur;
- raad van commissarissen;
- aandeelhouders en de algemene vergadering van aandeelhouders;
- financiële verslaggeving en de accountantscontrole.

Werknemers en financiers zullen in hun streven om de regels aangepast te krijgen niet hetzelfde over al deze zaken denken. Zo zal gezamenlijk worden opgetrokken tegen excessieve beloningen van de voorzitter en leden van de raad van bestuur maar zullen bij het uitbreiden van de rechten van de aandeelhouders op het terrein van ondernemingsstrategie bijvoorbeeld tegengestelde meningen over dit onderwerp worden gehuldigd.



Omdat corporate governance codes ruimte bieden om aan bepaalde vormen van regulering te ontsnappen zal via activisme van de zijde van werknemers en van financiers druk worden uitgeoefend op overheden om bepaalde regels in de wet op te nemen.

### ***7.3.3 Corporate governance mechanismen.***

Via de corporate governance codes komen we terecht bij het fenomeen corporate governance zelf. Wat wordt eronder verstaan? Corporate governance wordt gedefinieerd als “een systeem van procedures en structuren dat wordt ingezet bij het besturen en beheersen van ondernemingen, binnen een krachtenveld van betrokken belanghebbenden (‘stakeholders’), met als doel bij te dragen aan het nut van deze belanghebbenden”<sup>29</sup>.

Het krachtenveld houdt in dat partijen die bij de onderneming betrokken zijn op elkaar toezien, respectievelijk elkaar disciplineren, om na te gaan of de afgesproken prestaties over en weer worden nagekomen zodat de partijen ook daadwerkelijk het verwachte nut van hun participatie aan de ondernemingsactiviteiten ontleen.

Alle geïnstitutionaliseerde, formele en informele, manieren waarop partijen toezicht op elkaar uitoefenen en de onderneming bijsturen worden disciplineringsmechanismen genoemd.

De belangrijkste elementen uit deze definitie, namelijk het systeem van procedures en structuren, respectievelijk het stelsel van disciplineringsmechanismen (krachtenveld), worden weergegeven in tabel 1.

Tabel 7.1: Inhoud corporate governance

Discipli- nerings- mechanisme	Systeem van procedures en structuren		
	Juridische	Economische	Maatschappelijke
Interne	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Beschermingsregelingen</li> <li>• Algemene Vergadering</li> <li>• van Aandeelhouders</li> <li>• Ondernemingsraad</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Eigendomstructuur</li> <li>• Beheersstructuur</li> <li>• Beloningsstructuur</li> <li>• Interne arbeidsmarkt</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Allerlei commissies in RvC zoals selectie- en benoemingscommissie, audit commissie, enz.</li> </ul>
Externe	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Structuurregeling</li> <li>• Effectenbeurzen</li> <li>• Allerlei wetten, zoals BW, Wet Financieel Toezicht, Fusiecode, Mededigingswet, enz.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Vermogensmarkt</li> <li>• Overnamemarkt</li> <li>• Inkoopmarkt</li> <li>• Afzetmarkt</li> <li>• Externe arbeidsmarkt</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Commissie Corporate Governance</li> <li>• Allerlei instellingen zoals AFM, VEUO, VEB, SER, enz.</li> </ul>

### 7.3.4 Disciplinerings

Er zijn twee soorten disciplineringsmechanismen, namelijk: interne disciplineringsmechanismen en externe disciplineringsmechanismen.

#### *Interne disciplinerings-mechanismen*

Bij de interne disciplineringsmechanismen kan worden gedacht aan de omvang en samenstelling van de Raad van Bestuur en de Raad van Commissarissen. In landen waarin ondernemingen uitsluitend met Raden van Bestuur opereren ('one tier') is de verhouding tussen de leden van deze Raden met een bestuurlijke taak respectievelijk met een toezichthoudende taak van belang. In landen waarin ondernemingen zowel met Raden van Bestuur als met Raden van Commissarissen werken ('two tier') is de samenstelling van de Raad van Commissarissen interessant. Vertegenwoordigen commissarissen bijvoorbeeld een bepaalde achterban (aandeelhouders, werknemers) of worden commissarissen geacht op het algemeen belang van de onderneming toe te zien.

De constellatie van aandeelhouders die neerslaat in een bepaalde eigendomsstructuur heeft invloed op het beleid van de ondernemingsleiding en fungeert als intern disciplineringsmechanisme. De juridische beschermingsmaatregelen, de concentratiegraad in het aandelenkapitaal en de identiteit van het aandeelhouderschap bepalen de aard van de invloed<sup>30</sup>.

Beloningssystemen van bestuurders fungeren als een intern disciplineringsmechanisme. Met name de verhouding vaste beloning – variabele beloning ('incentive' structuur) is belangrijk of het bestuur van de onderneming wordt geprikkeld om het geëiste rendement van de aandeelhouders ook daadwerkelijk te honoreren. Vaste salarissen in combinatie met bonussen of andere beloningen die gekoppeld zijn aan de beurskoers van het aandeel van de onderneming zoals bij optiepakketten komen daarvoor in aanmerking. Omvang en samenstelling van de beloning worden bepaald door schaarste op de deelmarkt voor bestuurders van ondernemingen. Duffhues en Kabir (2008) vinden in hun studie voor de Nederlandse situatie echter geen positief verband tussen het presteren van ondernemingen en het beloningspeil van bestuurders. Mertens, Knop en Strootman (2007) vinden voor Nederland een licht positieve relatie tussen beloning en prestaties van beursfondsen. 'Remuneration consultants' spelen een rol in het opdrijvend effect van de beloningen van topmanagers. Door topmanagers naar beloningsomvang te rangschikken op lijstjes ontstaat een 'ratchet effect'. Managers kijken naar hun relatieve positie op die lijstjes en proberen jaarlijks bij de onderhandelingen over de beloning met de 'remuneration committee' van de Raad van Commissarissen extra inkomenssprongen te maken om de eigen positie op die ranglijsten te verbeteren. Transparantie over inkomens wakkert dit effect onbedoeld alleen maar aan. Maar het geeft ook de mogelijkheid om corrigerend op te treden. Ook de benoemingstermijnen en de aard van de verbintenis voor leden van de Raad van Bestuur met de onderneming en daarmee de omloopsnelheid van het topmanagement en de mogelijkheid om na pensionering weer te worden opgenomen in de Raad van Commissarissen hebben invloed op het toezichthoudersregime.

In aandeelhouderskringen speelt de mogelijkheid tot stemmen via volmacht een rol. In een systeem waarbij aandeelhouders met elkaar in contact kunnen komen en volmachten aan elkaar kunnen overdragen kan het management makkelijker gedwongen worden bepaalde

maatregelen te treffen. Meerderheidsvorming onder aandeelhouders in de vergadering van aandeelhouders komt in dit systeem vlotter tot stand.

### *Externe disciplinerings-mechanismen*

Bij externe disciplineringsmechanismen moet onder andere worden gedacht aan de vermogensmarkt en de overnamemarkt. De beurskoers die tot stand komt op de aandelenmarkt fungeert als graadmeter van succes en dus als een disciplineringsmechanisme. Ondernemingen die een lage beurskoers hebben en dus een lage Tobin's Q en daarmee aangeven dat ze het minimaal geëiste rendement van de aandeelhouders niet halen lokken de belangstelling van potentiële overnemers uit. Dit is de overnamemarkt waarvan een disciplinerende werking uitgaat. Indien managers de rendementseis van aandeelhouders niet halen en via het opwerpen van een beschermingswal door de inrichting van een aantal beschermingsmaatregelen zich verschansen tegen vijandige overnames, is dit externe disciplineringsmechanisme niet beschikbaar als instrument voor aandeelhouders om hun rendementseis alsnog ingewilligd te krijgen.

In diverse samenlevingen is een discussie gaande geweest of nog gaande over de wenselijkheid van deze (vijandige) overnamemarkt. Er is in diverse Europese landen op basis van een Europese richtlijn een wet Betwiste Overnames ingevoerd. In deze wet wordt geregeld dat een overnemer de mogelijkheid heeft, indien gedurende een jaar over een belang van tenminste 70% in het aandelenkapitaal van een over te nemen onderneming wordt beschikt, de beschermingsconstructies van deze onderneming te doorbreken. Hierdoor kan de overnemende meerderheidsaandeelhouder effectief de zeggenschap over het doelwit verwerven. Een potentiële overnemer die over een belang van 30% beschikt dient verplicht een bod uit te brengen op de resterende aandelen van het doelwit.

Een ander extern disciplineringsmechanisme is de arbeidsmarkt voor topmanagers. Managers zullen hun uiterste best doen, zo is de theorie, om bij de onderneming waar ze actief zijn het gewenste rendement van de aandeelhouders te halen omdat ze daarmee een goede reputatie opbouwen in de markt om op die manier via headhunters ('executive search firms') bij steeds grotere ondernemingen in het vizier te komen. Duffhues en Jobsen (2007) beschrijven de arbeidsmarkt voor bestuurders van ondernemingen als een bilateraal monopolie waarbij een speciale rol is weggelegd voor de 'executive search firms'. Op zo'n markt voor bestuursvoorzitters komt geen evenwichtsprijs tot stand maar gaat het om de onderhandelingsmacht van partijen. Het

zoekproces naar een bestuursvoorzitter door de headhunter kan worden gezien als een trechter functie die er voor zorgt dat de grootste macht aan de aanbodzijde komt te liggen. Aan het einde van het zoeken en onderhandelingsproces is zoveel geïnvesteerd door de onderneming dat de omvang van de beloning niet meer tot afketsen mag leiden. Dit kan een verklaring zijn voor de uitschieters in de beloningsomvang van bestuursvoorzitters. Schaarste op de internationale arbeidsmarkt voor topmanagers wordt aangevoerd om steeds hogere beloningen toe te kennen. De schaarste van dit type arbeid zou dan flink moeten zijn toegenomen om de excessieve beloningen te kunnen verklaren. De vraag is of het om een reële of virtuele schaarste gaat. ‘Executive search firms’ en ‘remuneration consultants’ spelen een rol in het tot stand brengen van deze situatie<sup>31</sup>.

### ***7.3.5 Evenwichtig ondernemingsbestuur?***

Aan de hand van bovenstaande corporate governance definitie kan de vraag gesteld worden of in de huidige maatschappij het systeem van procedures en structuren en het krachtenveld (de disciplineringsmechanismen) dat feitelijk wordt ingezet bij het besturen en beheersen van ondernemingen daadwerkelijk en op een evenwichtige wijze bijdraagt aan het nut van alle belanghebbenden<sup>32</sup>. Dragen de uitkomsten van bedrijfsprocessen (‘business performance’) onder het huidige corporate governance regime echt hieraan bij? Aldus wordt de vraag gesteld naar wat eerder in dit artikel de dividend-, beloning- en toezichtbeslissing is genoemd. Of anders gezegd: moet het corporate governance systeem niet worden heringericht zodanig dat de prestaties van bedrijven (‘business performance’) op een evenwichtiger wijze gaan bijdragen aan het nut van alle bedrijfsparticipanten?

De vraag zal, afhankelijk van om welke ‘stakeholder’ het gaat, verschillend worden beantwoord.

De verschuiving binnen het economisch systeem, onder druk van globalisering, van een gematigd kapitalistisch getint stelsel naar een stelsel dat wordt getypeerd door ‘managerial capitalism’, of superkapitalisme, zal de top van de bedrijfselite<sup>33</sup> tevreden stellen en zij zullen pleitbezorgers zijn van handhaving van het huidige functioneren van het corporate governance systeem. Werknemers en vermogensverschaffers zullen minder tevreden zijn en ieder hun eigen strategie voeren om een hoger nut uit de ‘business performance’ te verkrijgen. De één zal meer op ‘public ordering’ mechanismen inzetten, de ander meer op ‘private ordering’ mechanismen. Te verwachten valt dat de strijd om de toegevoegde waarde van de onderneming zich wereldwijd zal verheven. Dit ondanks het feit dat de maatschappij steeds rijker wordt.

#### **7.4 Welke thema's zullen op de agenda komen resp. blijven?**

Het thema corporate governance zal zeker op de agenda blijven staan. De maatschappelijke onvrede over de steeds schevere inkomens- en vermogensverdeling die zich internationaal manifesteert en die vooral wordt veroorzaakt door processen binnen internationaal opererende ondernemingen zal om een steeds luidere roep leiden om in te grijpen in deze ontwikkelingen. Bij dit ingrijpen gaat het dan met name om de 'public ordering' mechanismen. Steeds meer zelf regulering zal vervangen worden door aanpassingen in het vennootschapsrecht. Ook zullen toezichthouders als de Autoriteit Financiële Markten of vergelijkbare instellingen in het buitenland worden ingeschakeld om intensiever toezicht te houden op allerlei aspecten van het financiële verkeer. Uitbreiding van bevoegdheden van dit type instanties ligt in de lijn van verwachting. Ook in de sfeer van de 'private ordering' mechanismen zal de intensievere strijd om de verdeling van inkomens en risico's tot een verdere juridisering van de maatschappij leiden. Het afnemende vertrouwen zal leiden tot uitgebreidere, meer complexe financiële contracten tussen financiers en ondernemingen die aldus de transactiekosten van markttransacties verder zullen opdrijven. De toenemende transactiekosten van externe financiering van projecten zal bedrijven stimuleren om meer interne financiering toe te passen bij het invullen van de vermogenbehoefte. Dit kan bedrijven weer aanzetten tot meer zelfvoorziening in financiële zin door de schaalgrootte van ondernemingen verder op te voeren door fusies en overnames waardoor de interne kapitaalmarkt belangrijker wordt. Meer financiële autarkie wordt opgebouwd door intern risico management. Ook kan een vermindering van transactiekosten worden gerealiseerd door bedrijven van de beurs af te halen en ze onderhands te gaan financieren. Private equity investeerders nemen vaak het initiatief om dit soort transacties te stimuleren. Ook het weigeren van beloningsvoorstellen van Raden van Bestuur van ondernemingen tijdens vergaderingen van aandeelhouders door de meerderheid van de aandeelhouders kan van een incident uitgroeien tot een structureel fenomeen<sup>34</sup>.

De verschuiving van het zwaartepunt van de wereldhandel in de richting van China en India heeft er toe geleid dat een aantal belangrijke Aziatische ondernemingen en financiers zich hebben aangediend om in het Westen bedrijven over te nemen of bedrijven en/of banken van nieuw vermogen te voorzien. Deze Aziatische spelers zijn vaak staatsondernemingen of – fondsen of onderhands gefinancierde familie bedrijven die een gesloten cultuur vertonen<sup>35</sup>. Dit type organisaties zal steeds meer de toon gaan zetten in de wereld en Westers georiënteerde bedrijven zullen in concurrentie met hen moeten volgen. Dit zal ook effect hebben op de vrijheidsgraden waar het Westen nu nog over beschikt.

## **7.5 Samenvatting en conclusies**

Vorming en verdeling van toegevoegde waarde binnen bedrijven interacteren op een complexe wijze met elkaar. ‘Incentive’ structuren zetten economische actoren tot bepaalde prestaties aan. De keuze van de prestatie indicatoren die worden gekoppeld aan beloningen leiden tot een enorme inzet om die indicatoren dan ook te behalen. De verdeling van de totale toegevoegde waarde over vaste beloningen, variabele beloningen die duidelijk gekoppeld zijn aan bepaalde maatstaven en residuele beloningen is onderhevig aan een krachtenveld waar diverse partijen die binnen bedrijven actief zijn met grote inzet op elkaar botsen. In de machtsstrijd die zich dan voltrekt ontstaat een inkomensverdeling die enerzijds bepaalde actoren aanzet tot het leveren van topprestaties maar die anderzijds ontmoedigend uitwerkt op de prestaties van andere betrokkenen. De causaliteit tussen inzet en succes is op het niveau van de onderneming, de divisie, de afdeling of van de individuele werknemer nog steeds moeilijk en objectief vast te stellen waardoor business performance management tot een uiterst moeilijke oefening wordt. De vele verschillende visies op de causaliteit tussen inzet van productiefactoren en de uitkomsten van het productieproces maken business performance management tot een vraagstuk dat moeilijk naar ieders genoegdoening valt op te lossen. Te verwachten valt dat dit in de nabije toekomst zo zal blijven. Te hopen valt slechts dat alle elkaar bestrijdende partijen voor ogen blijven houden dat het steeds intensiever bestrijden van ieders opvattingen met enorme transactiekosten gepaard gaat die waardevernietigend werken en die elke vooruitgang in waarde uiteindelijk teniet kan doen<sup>36</sup>. Matiging is daarom geboden bij alle partijen maar vooral bij die partij die in dit spel aan de winnende hand is. Verantwoordelijkheidsgevoel bij alle betrokkenen blijft geboden om een duurzaam welvarende samenleving in stand te houden.

### *Literatuur:*

- Bebchuk, L., Fried, J., Walker, D. (2004), Managerial power and rent extraction in the design of executive compensation, *University of Chicago Law Review*, vol. 69, p. 751-846.
- Bebchuk, L., Fried, J. (2004), *Pay without performance: the unfulfilled promise of executive compensation*, Harvard University Press.
- Chalmers, K., Koh, P., Stapledon, G. (2006), The determinants of CEO compensation: rent extraction or labour demand?, *British Accounting Review*, vol. 38, p. 259-275.
- Clark, T. & Greatbach, D. (2004), Management Fashion as Image-Spectacle: The production of best-selling management books, *Management Communication Quarterly*, vol.17(3), p.396-424.
- Clark, T.A.R., & Salaman, J.G. (1996), The management guru as organizational witchdoctor, *Organization*, vol. 3(1), p.85-107.
- Clark, T.A.R., & Salaman, J.G. (1998), Telling tales: management gurus' narratives and the construction of managerial identity, *Journal of Management Studies*, vol. 35(2), p.137-161.
- Commissie Corporate Governance (1997), *Corporate Governance in Nederland: de Veertig Aanbevelingen* (Commissie Peters).
- Commissie Corporate Governance (2003), *De Nederlandse Corporate Governance Code: beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice bepalingen* (Commissie Tabaksblat).
- Core, J., Holthausen, R., Larcker, D. (1999), Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance, *Journal of financial Economics*, vol. 51, p.371-406.
- Dorsman, A.B. (2006), *Vlottend Financieel Management: analyse en planning*, Reed Business Information, 9e druk.
- Dorsman, A.B. (2007), *Vermogensstructuur en vermogensmarkt: van winst naar waarde*, Reed Business Information, 7e druk.
- Duffhues, P.J.W. (2002), *Ondernemingsfinanciering en vermogensmarkten: waardeschepping door financiële analyse, werkkapitaalbeheer en investeringsbeslissingen*, Stenfert Kroese, 3e druk.
- Duffhues, P.J.W. (2006), *Ondernemingsfinanciering en vermogensmarkten: waardeschepping door financierings-, dividend- en riskmanagementbeslissingen*, Stenfert Kroese, 3e druk.
- Duffhues, P.J.W. (red.) (2006a), *Financiering, belegging en verzekering: convergentie van financiële markten*, Kluwer.
- Duffhues, P.J.W., Kabir, R (2008), Is the pay-performance relationship always positive?, *Journal of multinational financial management*, vol.18, nr.1 (02) p.45-60.
- Duffhues, P.J.W. (2006b), *Ondernemingsfinanciering, corporate governance en Tobin's Q*. *Kwartaalschrift economie*, vol.3 (2006) nr.2 p.125-149.
- Duffhues, P.J.W., Renneboog, L., Horst, J. ter (2006), *Corporate Governance: internationale ontwikkelingen op het terrein van goed ondernemingsbestuur*, MAB, vol.80, nr.12, p.651.
- Duffhues, P.J.W., Jobsen, M. (2007), *Structuur arbeidsmarkt voor topbestuurders*, ESB, p. 90-92.
- Elst, C.v.d., Jong, A. de, Raaijmakers, Th. (2007), *Een overzicht van juridische en economische dimensies van de kwetsbaarheid van Nederlandse beursvennootschappen*, Onderzoeksrapport t.b.v. SER Commissie Evenwichtig Ondernemingsbestuur.
- Fama, E.F. (1980), Agency problems and the theory of the firm, *Journal of Political Economy*, vol. 88, no. 2, p. 288-307.
- Fama, E.F. and M.C. Jensen (1983), Separation of ownership and control, *Journal of Law and Economics*, vol. 26, p. 301-325.
- Furusten, S. (1999), *Popular Management Books: how they are made and what they mean for organisations*, Routledge.



- Gallie, D. (2005), Work pressure in Europe 1996-2001: trends and determinants, *British Journal of Industrial Relations*, vol. 43, no.3, p. 351-375.
- Grazell, J. en Veld, C.H., (1991), Motieven voor de uitgifte van converteerbare obligatieleningen en warrant-obligatieleningen: een agency-theoretische benadering, *Bedrijfskunde*, 1991, blz. 227-235.
- Grazell, J. (1992), De scheiding van leiding en eigendom en het prestatievermogen van de onderneming, *Bedrijfskunde*, blz. 361-367.
- Grazell, J. (1997), De rol van de grootaandeelhouder, *Bedrijfskunde*, blz. 42-50.
- Grazell, J. en Kabir, R. (2001), Beschermingsconstructies en corporate governance: recente ontwikkelingen (Handboek OR / Strategie en Beleid Katern), Kluwer.
- Grazell, J. (2002), Internationale ontwikkeling van Corporate Governance, in: Peters, J.F.M., Moerland, P.W. en Frentrop, P. (red.) (2002), *Corporate Governance in Nederland 2002: De stand van zaken*, Nederlandse Corporate Governance Stichting, blz. 28 - 37.
- Grazell, J. (2006), Institutions, Corporate Governance and Firm Performance, in: Renneboog L. (ed.) (2006), *Advances in Corporate Finance and Asset Pricing*, Elsevier.
- Green, F., McIntosh, S. (2001), The intensification of work in Europe, *Labour Economics*, vol. 8, p. 291-308.
- Green, F. (2001), It's been a hard day's night: the concentration and intensification of work in late Twentieth-Century Britain, *British Journal of Industrial Relations*, vol.39, no.1, p. 53-80.
- Green, F. (2004a), Why has work effort become more intense?, *Industrial Relations*, vol. 43, no.4, p.709-741.
- Green, F. (2004b), Work intensification, discretion, and the decline in well-being at work, *Eastern Economic Journal*, vol. 30, no. 4, p.615-625.
- Grip, A. de en Dijkman, S. (2008), Winnaars en verliezers op de arbeidsmarkt 2000-2005, *Tijdschrift voor Arbeidsvraagstukken*, jaargang 24, Nr. 1, p. 6-15.
- Grossman, H.I. (1999), Kleptocracy and revolutions, *Oxford Economic Papers*, vol. 51, p. 267-283.
- Hallerbach, W, Spronk, J. (2002), The relevance of MCDM for Financial Decisions, ERIM report series, ERS-2002-69-F&A.
- Hallerbach, W, Spronk, J. (2003), A Multidimensional Framework for Financial-Economic Decisions, ERIM report series, ERS-2003-021-F&A.
- Jackson, B. (2001), *Management gurus and management fashions: a dramatistic inquiry*, Routledge
- Jensen, M.C. and W.H. Meckling (1976), Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, vol. 3, p. 305-360.
- Jensen, M.C. (1986), The agency costs of free cash flow: corporate finance and takeovers, *American Economic Review*, vol. 76, p. 323-329.
- Jong, A. de, Roosenboom, P.J.G., Verbeek, M.J.C.M., Verwijmeren, P. (2007), *Hedgefondsen en Private Equity in Nederland*, onderzoeksrapport RSM Erasmus University.
- Kabir, R. (2008), International perspectives on executive compensation, *Journal of multinational financial management*, vol.18, nr.1 (02) p.1-3.
- Kabir, R., Douma, S. and George, R. (2006), Foreign and domestic ownership, business groups and firm performance: evidence from a large emerging market, *Strategic Management Journal*, Vol 27(7), p. 637-657.
- Littler, C.R., Innes, P. (2003), Downsizing and deknowledging the firm, *Work, Employment & Society*, vol. 17(I), p. 73-100.
- Mertens, G., Knop, N. en Strootman, R. (2007), *Pay-for-performance in Nederland 2002-2006*, RSM onderzoeksrapport.
- Ministerie van Economische Zaken e.a.(2008), *Evenwichtig Ondernemingsbestuur*, SER Advies, nr.1.

Power, M. (1999), *The Audit Society: Rituals of Verification*, Oxford University Press.

Reich, R. (2007), *Superkapitalisme en de bedreiging voor onze democratie*, Uitgeverij Business Contact.

Rothkopf, D. (2008), *De Superklasse: het onzichtbare netwerk van een wereldwijde machtselite*, Uitgeverij Balans.

Scott, J. (1997), *Corporate business and capitalist classes*, Oxford University Press.

Shleifer, Andrei and Robert W. Vishny (1997), A survey of corporate governance, *Journal of Finance*, volume 52, no.2 , p.737-783.

Thompson, P., Ackroyd, S. (1995), All quiet on the workplace front? A critique of recent trends in British industrial sociology, *Sociology*, Vol.29, no.4, p. 615-633.

Veld, C.H. en Grazell, J. (1991), Motieven voor de uitgifte van converteerbare obligatieleningen en warrantobligatieleningen, *Maandblad voor Bedrijfsadministratie en Bedrijfsorganisatie* , 1991, blz. 2-7.

Williamson, O.E. (1975), *Markets and Hierarchies*, Free Press of Macmillan Publishing.

Williamson, O.E. (1988), Corporate finance and corporate governance, *Journal of Finance*, vol. 43, p. 567-592.

Williamson, O.E. (1996), *The mechanisms of Governance*, Oxford University Press.

Williamson, O.E. (1998), Transaction cost economics: how it works, where it is headed, *De Economist*, vol. 146 (1), p. 23-58.

Williamson, O.E. (2000), The new institutional economics: taking stock, looking ahead, *Journal of Economic Literature*, vol. 38, p. 595-613.

Williamson, O.E. (2002), The theory of the firm as governance structure: from choice to contract, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 16, nr. 3, p. 171-195.

---

<sup>1</sup> Voor een goed Nederlandstalig overzicht van het vakgebied Financiering kan de lezer terecht bij de handboeken van Dorsman (2006, 2007) en Duffhues (2002, 2006). Daar treft men tevens een verhandeling aan over de doelstelling van de onderneming.

<sup>2</sup> zie Duffhues, P.J.W. (red.) (2006a)

<sup>3</sup> zie Fama, E.F. (1980) en Fama, E.F. and M.C. Jensen (1983)

<sup>4</sup> zie Dorsman (2006, 2007) en Duffhues (2002, 2006)

<sup>5</sup> zie Duffhues, P.J.W. (2006b)

<sup>6</sup> zie Hallerbach en Spronk (2002), p.5-7 en fig.2

<sup>7</sup> zie Hallerbach en Spronk (2003), p.14-18

<sup>8</sup> zie Grazell, J. en Veld, C.H., (1991) en Veld, C.H. en Grazell, J. (1991)

<sup>9</sup> zie Jensen, M. (1986)

<sup>10</sup> zie Thompson, P., Ackroyd, S. (1995)

<sup>11</sup> zie Green, F., McIntosh, S. (2001), Green (2001), Green, F. (2004a, 2004b), Littler, C.R., Innes, P. (2003), Gallie (2005)

<sup>12</sup> verwezen wordt naar de filosoof Wittgenstein die deze term introduceerde in zijn werk.

<sup>13</sup> zie Jackson, B. (2001), Clark, T.A.R., & Salaman, J.G. (1996), Clark, T.A.R., & Salaman, J.G. (1998), Clark, T. & Greatbach, D. (2004)

<sup>14</sup> zie Furusten, S. (1999), Clark, T. & Greatbach, D. (2004)

<sup>15</sup> zie Power (1999). 'Economy' slaat hier op het tegen marktconforme prijzen aantrekken van productiefactoren op de markt voor grondstoffen, arbeid, kapitaalgoederen en zakelijke dienstverlening.

<sup>16</sup> Zelfstandige zonder personeel

<sup>17</sup> Naast de principaal-agent benadering kunnen marktrelaties ook worden geduid in termen van het patronage-cliëntelisme model uit de culturele antropologie en/of het 'host-parasite' model en het 'predator-prey' model uit de theoretische biologie (in het bijzonder de populatie ecologie).

De relatie topmanagement versus stafpersoneel kan worden beschreven volgens het patronage-cliëntelisme model. Het stafpersoneel biedt met zijn kennis legitimering aan de handelwijze van het topmanagement en ontvangt in ruil hiervoor protectie, privileges en statusposities van het topmanagement binnen de organisatie. Gehoorzaamheid in ruil voor bescherming is het wezen van een patroon-cliënt relatie. Nepotisme en corruptie kunnen onderdeel uitmaken van dit fenomeen.

De relatie topmanagement & stafpersoneel enerzijds versus uitvoerend personeel anderzijds kan dan weer beschreven worden met het 'host-parasite' model. Door de enorme technische vooruitgang in de maatschappij neemt de productiviteit dermate toe dat het surplus dat door het primaire arbeidsproces ('host') wordt

---

ge genereerd kan worden afgeroomd door een besturende elite ('parasite'). Een productieve, arbeidende klasse onderhoudt een 'leisure class'. Dit fenomeen staat bekend als surplus appropriation/expropriation of rent extraction. Het betreft een vorm van draagvlaktheorie. Het draagvlak, de arbeidende klasse, wordt geëxploiteerd door een culturele bovenbouw van de maatschappij (K. Marx).

De relatie tussen bidders en doelwitten op de overname markt van ondernemingen kan worden beschreven in termen van het 'predator-prey' model.

<sup>18</sup> Zie Grip, A. de en Dijkman, S. (2008)

<sup>19</sup> zie Bebchuk, L., Fried, J., Walker, D. (2002), Bebchuk, L., Fried, J. (2004), Core, J., Holthausen, R., Larcker, D. (1999), Chalmers, K., Koh, P., Stapledon, G. (2006).

<sup>20</sup> zie Reich (2007).

<sup>21</sup> zie Rothkopf (2008).

<sup>22</sup> zie voor de omschrijving van private equity: de Jong, et.al. (2007), p.15.

<sup>23</sup> zie Jensen (1986)

<sup>24</sup> voor een uitgebreide omschrijving van hedgefondsen: zie de Jong et.al. (2007), p.47-56.

<sup>25</sup> 'Long' gaan betekent aandelen kopen in de verwachting van een prijsstijging; 'short' gaan betekent aandelen lenen en onmiddellijk doorverkopen in de verwachting van een prijsdaling.

<sup>26</sup> zie de Jong et.al (2007), pag. 54-55, voor een uitgebreide beschrijving.

<sup>27</sup> zie Duffhues, P.J.W., Renneboog, L., Horst, J. ter (2006)

<sup>28</sup> zie Commissie Corporate Governance (1997, 2003)

<sup>29</sup> zie Grazell, J. en Kabir, R. (2001)

<sup>30</sup> zie Grazell (1992, 1997)

<sup>31</sup> De relatie topbestuurders en commissarissen versus partners van 'executive search firms' en 'remuneration consultants' kan worden beschreven in termen van een partronage-cliëntelisme systeem. De partners van dergelijke bureaus fungeren als verbindingsofficieren en poortwachters van de zakelijke bestuurselite in ruil voor een afgeschermd markt voor zakelijke dienstverlening.

<sup>32</sup> zie Advies Evenwichtig Ondernemingsbestuur SER (2008) en v.d.Elst, de Jong en Raaijmakers (2007)

<sup>33</sup> zie Scott, J. (1997)

<sup>34</sup> De aandeelhouders van Philips hebben een nieuw beloningspakket voor de top van het elektronicaconcern afgekeurd. Zij stemden tegen het beloningsvoorstel omdat daarin een optieregeling was opgenomen waarin bestuurders ook opties zouden ontvangen als het bedrijf ondermaats presteert (persbericht ANP 28 maart 2008).

<sup>35</sup> zie Kabir, R., Douma, S. and George, R. (2006)

<sup>36</sup> zie Grossman, H.I. (1999)

Drs. Jos Grazell is kerndocent van de module Accounting & Finance van het programma Master in Management en Organisatie aan TIAS NIMBAS Business School en universitair hoofddocent Financiering aan de Universiteit van Tilburg (Faculteit Economie en Bedrijfswetenschappen). Hij is gespecialiseerd in Corporate Valuation en Corporate Governance.